

UITGAVE 26

Investment Letter

Achmea Investment Management

November 2018

Meer tegenwind

Beleggingsomgeving
Italië in de
verdrukking

Marktontwikkelingen
Oktober-
correctie

Vooruitzichten
Lage rente
drukt
verwachtingen

Special
Outlook 2019:
Groei en
Onrust

Italië in de verdrukking

In de Verenigde Staten blijft de economie het goed doen en ligt de inflatie nabij de doelstelling van de centrale bank. De economische groei in de eurozone zwakt daarentegen af en de Europese inflatie blijft per saldo gematigd. De Italiaanse economie stagneerde in het derde kwartaal. Dit zet de begrotingsdiscussie tussen Italië en de Europese Commissie verder op scherp. De Europese Commissie verwierp de Italiaanse begroting en de kredietbeoordeling van Italië verslechterde.

Amerikaanse groei verrast positief

De Amerikaanse economische groei blijft positief verrassen. De groei over het derde kwartaal kwam uit op 3,5% op jaarbasis. Dit was lager dan de 4,2% uit het tweede kwartaal, maar was hoger dan verwacht. De fiscale en begrotingsstimulansen van de regering Trump zijn een belangrijke factor geweest in het aanjagen van de groei. Volgend jaar zal het effect van deze positieve impulsen uit de groeicijfers lopen. Mede daardoor en in combinatie met de verdergaande normalisatie van het monetaire beleid zal de economische groei naar verwachting afzakken. Nieuwe overheidsimpulsen voor de economie liggen niet voor de hand. Tijdens de tussentijdse verkiezingen veroverden de Democraten een meerderheid in het Huis van Afgevaardigden en vergrootten de Republikeinen de meerderheid in de Senaat. Een verdeeld Congres maakt het voor president Trump lastiger om nieuwe wetgeving goedgekeurd te krijgen.

Momentum eurozone-economie neemt af

De economische groei in de eurozone vertraagt. De groeicijfers over het derde kwartaal waren lager dan verwacht. De kwartaalgroei voor de gehele eurozone bedroeg 0,2%. In het tweede kwartaal bedroeg de kwartaalgroei nog 0,4%. Een aantal eenmalige factoren, zoals problemen in de Duitse autosector en Franse stakingen, zorgde voor de tegenvallende groei. In Duitsland was er zelfs sprake van een krimp van de economie van 0,2%. Ondanks het eenmalige karakter van deze factoren lijkt ook de economische groei in de eurozone over het hoogtepunt heen. Jaar-op-jaar gemeten viel de groei terug van 2,2% naar 1,7%. De jaar-op-jaar groei piekte in het derde kwartaal van 2017 op 2,8%. Zorgwekkend is de stagnatie van de Italiaanse economie. De kwartaalgroei viel daar terug van 0,2% naar 0,0% en de jaar-op-jaar groei zakte van 1,2% naar 0,8%. Ondanks het afzwakkende momentum van de eurozone-economie, duiden de leidende indicatoren nog

steeds op groei. Deze zal alleen lager zijn dan in voorgaande jaren.

Chinese groei zwakt af

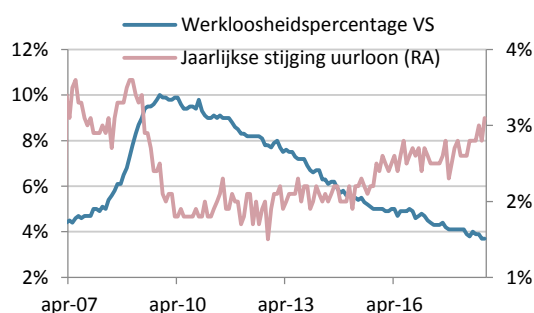
Net als in de eurozone zwakt de economische groei in China af. De afgelopen kwartalen is sprake van een per saldo beperkte daling van de groei. In het derde kwartaal groeide de Chinese economie volgens officiële cijfers met 6,5% jaar-op-jaar. Ondanks dat dit nog steeds een behoorlijk groeipercentage is, was dit de laagste groei in bijna 10 jaar. De verwachting is dat de afkoeling doorzet, ondanks maatregelen van beleidsmakers om de economie van impulsen te voorzien. Het beeld bij de andere opkomende landen is wisselend. De (Aziatische) opkomende landen die sterk afhankelijk zijn van China zullen ook tegenwind ervaren. De regio Latijns-Amerika laat in 2019 waarschijnlijk hogere groeipercentages zien dan in 2018. In de special *Outlook 2019: Groei en Onrust* gaan we dieper in op de macro-economische verwachtingen voor volgend jaar.

Loongroei in de Verenigde Staten trekt aan

De kerninflatie in de Verenigde Staten is het afgelopen jaar opgelopen en bedraagt nu circa 2%. De loongroei in de Verenigde Staten is nog steeds gematigd gezien de laatcyclische fase waarin de Amerikaanse economie zich bevindt. Maar door de sterke economische expansie wordt de schaarste op de arbeidsmarkt steeds nijpender. Deze krapte lijkt zich langzaam te vertalen in sterker stijgende lonen. De lonen stijgen momenteel met ruim 3% jaar-op-jaar. Dit is het hoogste niveau in bijna 10 jaar (zie figuur 1). De gestegen lonen vertalen zich nog niet in hogere inflatieverwachtingen. De ingeprijde inflatieverwachting voor de middellange termijn ligt stabiel tussen de 2% en 2,5%.

FIGUUR 1 KRAPTE AMERIKAANSE ARBEIDSMARKT LEIDT TOT LOONSTIJGING

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De Amerikaanse inflatie zal naar verwachting rond het huidige niveau blijven liggen. Normalisatie van het monetaire beleid door de Fed en de appreciatie van de Amerikaanse dollar dit jaar houden de inflatie in toom. Daarnaast zijn er factoren, zoals automatisering, globalisering en technologische ontwikkelingen, waarvan een structureel deflatoir effect uitgaat.

Inflatie in de eurozone nog steeds gematigd

De kerninflatie in de eurozone schommelt rond de 1% (zie figuur 2). De verwachting is dat de kerninflatie licht oploopt, maar voorlopig onder de 2% blijft. De oplopende maar gematigde loongroei in de eurozone, de zwakkere euro en de gestegen grondstofprijzen kunnen doorsijpelen in de inflatiecijfers. Een sterke stijging van de eurozone-inflatie wordt echter niet verwacht, omdat de economische groei in de eurozone afkoelt. Daarnaast is de eurozone minder ver gevorderd in de economische expansie dan de Verenigde Staten waardoor er nog overcapaciteit in de economie aanwezig is. De ingeprijsde inflatieverwachting ligt daarom in de eurozone lager dan in de Verenigde Staten. Deze schommelt de afgelopen maanden tussen de 1,5% en 2% (zie figuur 2). De ECB zal bij dit macro-economisch beeld de voorzichtige normalisatie van het monetaire beleid doorzetten.

Clash tussen Italië en Europese Commissie

De Europese Commissie heeft het Italiaanse begrotingsvoorstel formeel afgekeurd. Het is nog nooit eerder voorgekomen dat een begrotingsplan van een land door de Europese Commissie afgekeurd werd. De ingediende begroting week dan ook fors af van de begrotingsplannen van de vorige Italiaanse regering (zie figuur 3). De geplande begrotingstekorten en het terugdraaien van hervormingen zijn een doorn in het

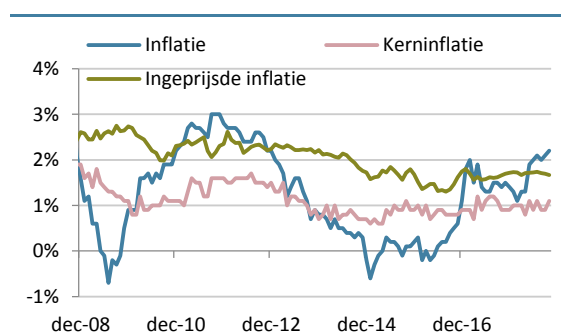
oog van de Europese Commissie. De tekorten kunnen in de praktijk nog hoger uitvallen omdat optimistische groeiprojecties aan de begroting ten grondslag liggen. De Italiaanse regering houdt vooralsnog echter voet bij stuk en gaat de begrotingsplannen niet wijzigen. Dit betekent dat een impasse dreigt. Formeel heeft de Europese Commissie maar beperkte mogelijkheden om Italië in het gareel te krijgen. Ze kunnen een strafprocedure starten die kan uitmonden in een boete voor Italië. Dit is echter niet wenselijk omdat dit de bestaande verhoudingen nog verder onder druk zet en Italië niet gebaat is bij een boete. Ondertussen staat de Italiaanse kredietwaardigheid onder druk.

Kredietwaardigheid Italië omlaag

Kredietbeoordelaar Moody's heeft de kredietwaardigheid van Italië in oktober verlaagd naar Baa3. Dit is de laatste trede binnen *investment grade*. De vooruitzichten staan op *stable*. De belangrijkste redenen voor de verlaging zijn de verslechterende begrotings-situatie en het terugdraaien van de structurele hervormingen. Daarnaast blijft Italië kwetsbaar voor economische en financiële tegenvallers door de hoge staatsschuld van meer dan 130% van het bruto binnenlands product. Kredietbeoordelaar S&P handhaafde de kredietrating van Italië op BBB. Dit is nog twee treden verwijderd van junk-status. Wel werden de vooruitzichten neerwaarts bijgesteld van *stable* naar *negative*. De drempel om de kredietbeoordeling van Italië neerwaarts bij te stellen naar junk-status lijkt echter vrij hoog. Dit zal namelijk leiden tot een nieuwe verkoopgolf van Italiaanse staatsobligaties en dit ligt politiek gevoelig. De situatie in Italië blijft dan ook precair. Zeker nu de economische groei stagneert en de ECB gaat stoppen met het opkopen van obligaties.

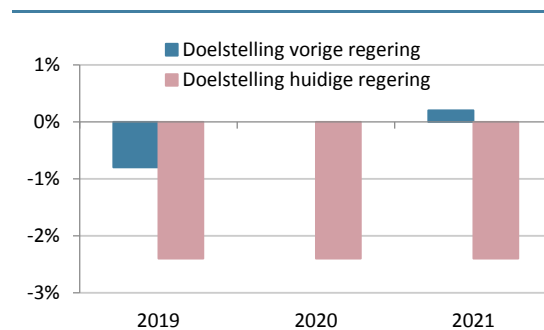
FIGUUR 2 INFLATIE EUROZONE (CPI)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 ITALIAANS BEGROTINGSTEKORT

Bron: Europese Commissie, Achmea IM



Oktobercorrectie

De totaalrendementen op de meeste beleggings-categorieën zijn dit kalenderjaar laag tot negatief. Na de correctie in oktober verdampte grotendeels ook het positieve rendement op aandelen. Dit ondanks de sterk gestegen bedrijfswinsten. De meeste obligatie-categorieën staan op verlies. Italiaanse staatsobligaties blijven zeer volatiel. Obligaties uit opkomende landen in lokale valuta laten de laatste tijd enig herstel zien.

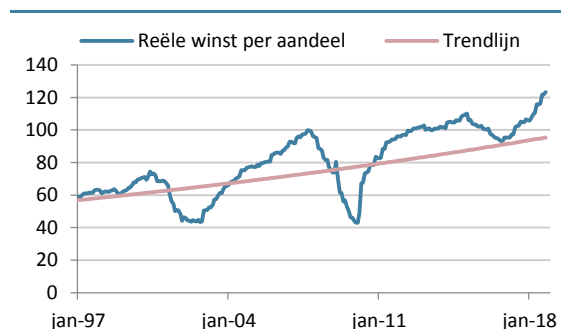
Vrees voor piek in bedrijfswinsten

Aandelenmarkten gaven in oktober flink terrein prijs. De opgebouwde jaarwinst werd hierdoor grotendeels ingeleverd (zie figuur 4). Er was geen directe aanleiding voor deze oktobercorrectie, maar diverse zorgen hangen al een tijdje boven de markt. De afzwakkende economische groei, de stijgende Amerikaanse renteniveaus, het aanhoudende handelsconflict en de Italiaanse begrotingsperikelen werpen hun schaduw vooruit. Daarnaast bestaat de vrees dat de periode met sterke winstgroei achter ons ligt. De winst per aandeel voor de ontwikkelde markten is de afgelopen twee jaar sterk gestegen. Dit kwam vooral door het Amerikaanse bedrijfsleven. De bedrijfswinsten in de Verenigde Staten liggen op recordniveau en zijn het afgelopen jaar bijna 20% gestegen (zie figuur 5). Dit kwam mede door de belastingverlagingen van de regering Trump. De verwachting is dat de (Amerikaanse) winstgroei gaat afzakken, onder andere door de afzwakkende economische groei, de impact van de verhoogde handelstarieven en oplopende loon- en leenkosten. Niet alleen aandelenmarkten kennen een moeizaam beleggingsjaar. Nagenoeg alle beleggingscategorieën

staan dit jaar op verlies. Duitse staatsobligaties noteren nog wel een plus. De Duitse kapitaalmarktrente beweegt dit jaar grotendeels zijwaarts. De totstandkoming van de eurosceptische Italiaanse regering en de daaropvolgende begrotingsperikelen hebben tot een stijging van de Italiaanse rentes geleid. De risico-opslag ten opzichte van Duitsland schommelt rond de 300 basispunten en is de laatste tijd volatiel. De diverse kredietcategorieën staan in de min. Vooral obligaties uit opkomende landen in harde valuta staan onder druk. Dit komt door de gestegen Amerikaanse kapitaalmarktrente en de stijging van de risico-opslag. Daarnaast drukt het grote rente-verschil tussen de Verenigde Staten en de eurozone de euro-hedged-rendementen. Obligaties uit opkomende landen in lokale valuta hebben de laatste maanden een gedeelte van de opgelopen verliezen goed gemaakt. De verkiezingswinst van Bolsonaro in Brazilië zette Braziliaanse beleggingen hoger.

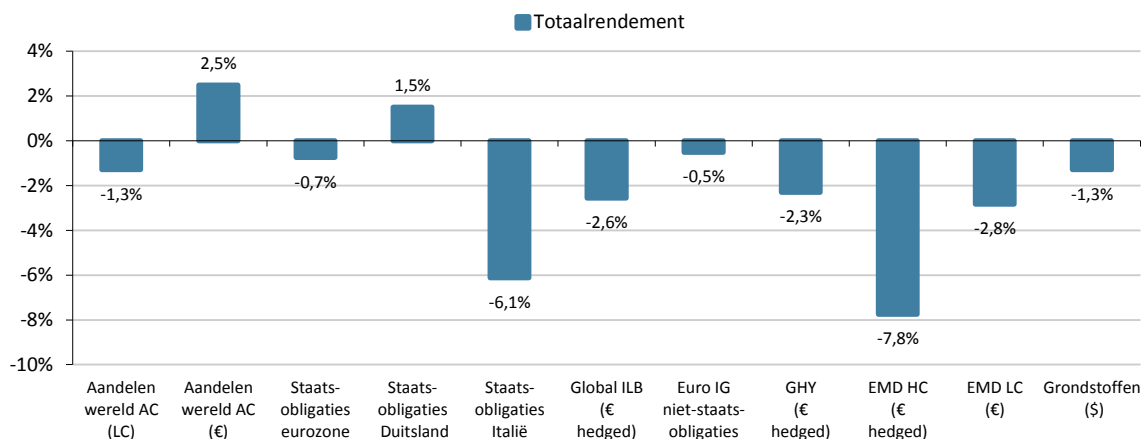
FIGUUR 5 REËLE WINST PER AANDEEL MSCI VS (\$) **REËLE WINST PER AANDEEL MSCI VS (\$)**

Bron: Bloomberg, MSCI, Achmea IM



FIGUUR 4 TOTAALRENDEMENTEN IN 2018 T/M MEDIO NOVEMBER

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Lage rente drukt verwachtingen

De verwachte rendementen voor de middellange termijn blijven gematigd. De grootste boosdoener is het aanhoudend lage renteniveau in de eurozone. Hierdoor zijn de verwachte rendementen voor de meeste vastrentende waarden beperkt. Beleggingen uit de opkomende landen bieden het meeste rendementspotentieel voor de middellange termijn. Het verwachte rendement op aandelen opkomende markten is na de oktobercorrectie verder gestegen.

Gematigde verwachte rendementen

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn nog steeds gematigd. De belangrijkste oorzaak is de aanhoudend lage rente in de eurozone. De Duitse kapitaalmarktrente staat nog steeds op een historisch laag niveau van bijna 0,4%. De Duitse 10-jaarsrente schommelde dit jaar tussen de 0,3% en 0,8%. De kapitaalmarktrente is nog steeds laag ondanks de gunstige economische groei en de gestegen inflatie. De lage renteniveaus in de eurozone zorgen voor een laag verwacht rendement voor de veilige vastrentende waarden. In tegenstelling tot de Duitse 10-jaarsrente is de Amerikaanse wel gestegen het afgelopen jaar. De Amerikaanse 10-jaarsrente bedraagt nu circa 3,1%. Dit heeft onder andere geleid tot hogere effectieve renteniveaus voor dollarbeleggingen, zoals EMD HC. De totale yield voor deze categorie bedraagt nu circa 6,9%. Het verwachte rendement voor de middellange termijn ligt

echter lager omdat het valutarisico wordt afgedekt. Vanwege het grote renteverskil tussen de eurozone en de Verenigde Staten gaat een gedeelte van de yield verloren aan de valutahedge.

Positief op aandelen opkomende markten

Na de oktobercorrectie op de financiële markten zijn de verwachte rendementen voor een aantal beleggingscategorieën gestegen. Vooral voor aandelen opkomende markten wordt een relatief hoog rendement verwacht. In tegenstelling tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten liggen de bedrijfswinsten in de opkomende landen onder de historische trend. Hierdoor ligt de voor de cyclus gecorrigeerde koerswinstverhouding van aandelen uit de opkomende markten een stuk lager dan die van de ontwikkelde markten. Deze koerswinstverhouding bedraagt circa 12 voor de opkomende markten en voor de ontwikkelde markten ligt deze rond de 22. Voor de opkomende markten lijkt dus veel slecht nieuws te zijn ingeprijsd. De lage waardering ondersteunt de relatief hoge rendementsverwachting voor aandelen opkomende markten op de middellange termijn. Dit neemt niet weg dat de volatiliteit op korte termijn hoog kan blijven gezien alle uitdagingen die spelen. Vooral de Amerikaanse monetaire normalisatie en het handelsconflict zijn belangrijke risico's (zie special *Outlook 2019: Groei en Orrust*).

FIGUUR 6 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO OKTOBER 2018)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten			+	9,75%	Aantrekkelijke waardering, maar handelsconflict en Fed-beleid zijn risico's
Emerging Market Debt LC			+	6,25%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd, maar lokale problemen
Emerging Market Debt HC				3,75%	Risico-opslag gestegen door onrust in sommige opkomende landen
Aandelen Ontwikkelde Markten				3,50%	Gematigd verwacht rendement, vooral door dure Amerikaanse aandelen
Global High Yield			-	2,00%	Lage risico-opslag ondersteund door beperkte wanbetalingsverliezen
Staatsobligaties Niet-Kernlanden				1,50%	Italiaanse rente is fors gestegen, maar zeer gevoelig voor politieke risico's
Grondstoffen				1,00%	MLT-verwachting beperkt, volatiel op korte termijn
Investment Grade Credits				0,50%	Laag verwacht rendement door laag absoluut renteniveau
Kasgeld				0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door ruim ECB-beleid
Global ILB				0,25%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden			-	-1,00%	Laag verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

Outlook 2019: Groei en Onrust

2018 zal waarschijnlijk de geschiedenisboeken ingaan als een matig beleggingsjaar. De meeste beleggingscategorieën staan in het rood en de volatiliteit is toegenomen. De verwachtingen voor 2019 zijn niet veel rooskleuriger. De afzwakkende economische groei gecombineerd met de normalisatie van het monetaire beleid zorgt voor een uitdagende beleggingsomgeving. Daarnaast komt de brexit dichterbij en loopt de discussie over de Italiaanse begroting hoog op. Tot slot is er nog geen oplossing voor het handelsconflict. Vanwege de lage renteniveaus in de eurozone is er nog steeds sprake van een laagrendementsomgeving. Voor sommige beleggingscategorieën is het rendementspotentieel wel verbeterd door de opgelopen risicopremie.

Tegenwind neemt toe

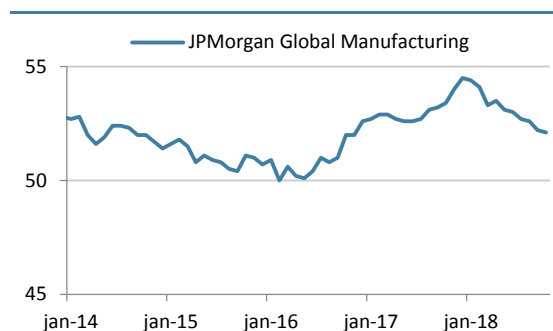
De tegenwind neemt toe op de financiële markten. Veel beleggingscategorieën behielden dit kalenderjaar een negatief of laag totaalrendement. Lage rendementen en toenemende volatiliteit kenmerken de laagrendementsomgeving die regelmatig in voorgaande Investment Letters is toegelicht. 2019 zal naar verwachting passen in dit beeld. De belangrijkste thema's zijn de afzwakkende wereldwijde economische groei, de verdere normalisatie van het centralebankbeleid en de diverse (geo)politieke risico's. Er blijft dus sprake van economische groei, maar de diverse risico's kunnen voor onrust zorgen. Al met al een uitdagende beleggingsomgeving waarbij de volatiliteit hoog zal blijven.

Economische groei gepiekt...

Wereldwijd is de economische groei over het hoogtepunt heen. De wereldwijde inkoopmanagersindex voor de industrie heeft eind 2017 gepiekt en is sindsdien gestaag gedaald, zoals uit figuur 7 blijkt. Deze leidende indicator duidt nog steeds op groei, maar wel in een gematigder tempo. Voor de Verenigde Staten wordt in 2019 een economische groei van circa 2,6% verwacht. Dit is lager dan in 2018 (consensusverwachting 2,9%). Dit neemt niet weg dat de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie nog steeds relatief gunstig zijn. Vertrouwenscijfers staan op historisch hoge niveaus en de arbeidsmarkt is sterk. Wel neemt de tegenwind toe. Het gunstige effect van de fiscale en begrotingsstimulansen loopt er in 2019 uit en de normalisatie van het monetaire beleid begint in sommige sectoren voelbaar te worden. Vooral rentegevoelige sectoren, zoals de huizenmarkt, tonen tekenen van afzwakking.

FIGUUR 7 VERWACHTE AFKOELING WERELDECONOMIE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



... afzwakking vooral in Europa en China

De economische groeicijfers voor de eurozone duiden op afzwakking. Diverse leidende indicatoren hebben begin 2018 gepiekt en dalen sindsdien. Dit neemt niet weg dat er nog steeds sprake is van groei, maar deze zal lager zijn dan in 2018. De consensusgroeiverwachting voor 2019 schommelt rond de 1,7%. De economische expansie in 2018 bedraagt naar verwachting 2%. Ook in China koelt de economie af en de verwachting is dat de economische groei daar volgend jaar verder afzwakt richting de 6%. De verwachte groei over 2018 bedraagt circa 6,5%. China ondervindt onder meer hinder van de door de Verenigde Staten ingestelde handelstarieven. De daling van de Chinese munt in de afgelopen maanden compenseert dit deels. Chinese beleidsmakers nemen ondertussen diverse maatregelen om de groei te stimuleren. De Chinese centrale bank heeft de liquiditeitseisen voor banken versoepeld en de private sector wordt gestimuleerd met lagere belastingen en minder regelgeving. Deze stimulansen zijn vooralsnog beperkt qua omvang, waardoor een sterke opleving niet verwacht wordt. Maar mocht de economie sterker afkoelen dan verwacht, dan staan de autoriteiten klaar om nieuwe maatregelen door te voeren.

Verdere normalisatie monetair beleid

Terwijl de economische groei over de piek heen lijkt, zet vooral de Amerikaanse centrale bank (Fed) de normalisatie van het monetaire beleid door. De Fed heeft de beleidsrente dit kalenderjaar drie keer met 25 basispunten verhoogd. In december volgt zo goed als zeker nog een rentestap. Voor 2019 staan naar verwachting nog drie renteverhogingen op stapel.

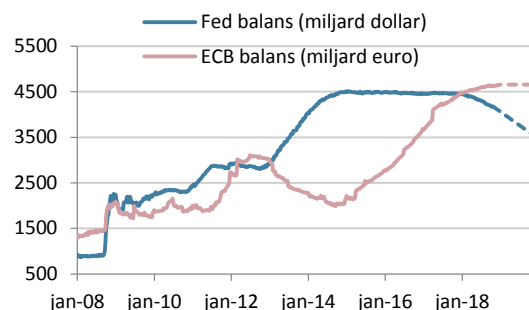
De renteverwachtingen van de verschillende Fed-leden lopen echter sterk uit elkaar. Op de financiële markten wordt een gematigdere rentestijging ingeprijsd. De federal funds futures prijzen in dat er volgend jaar nog circa twee renteverhogingen in het vat zitten. Uiteindelijk zal het renteverloop afhankelijk zijn van de macro-economische ontwikkelingen. Zolang de Amerikaanse economie zich positief ontwikkelt en de inflatie op peil blijft, zal de Fed de beleidsrente verder optrekken. Een drietal renteverhogingen voor 2019 lijkt in dat scenario passend. Ondertussen bouwt de Fed de centralebankbalans verder af. Momenteel vindt een krimp van \$50 miljard per maand plaats. Deze afbouw wordt in 2019 gecontinueerd (zie figuur 8). Dus al met al zal de Fed de huidige normalisatie volgend jaar continueren, zolang de conjunctuur niet te veel afzwakt.

ECB zeer voorzichtig met afbouw stimulanzen

De Europese Centrale Bank (ECB) daarentegen wil nieuwe stappen zetten in de normalisatie van het beleid. Momenteel koopt de ECB nog iedere maand voor €15 miljard aan obligaties op. Dit opkoopprogramma zal de ECB per eind van dit kalenderjaar beëindigen. Dit betekent dat met ingang van 2019 een belangrijke speler op de euro-obligatiemarkten wegvalt. Dit zal vooral een testcase voor Italië worden. De vraag is hoe Italiaanse staatsobligaties zich houden zonder de steun van de ECB. Mogelijk volgt na de zomer volgend jaar een eerste renteverhoging in de eurozone. Dat zou de eerste renteverhoging sinds 2011 worden. Een dergelijke rentestap is echter nog hoogst onzeker. Het rentebeleid zal sterk afhangen van de economische ontwikkelingen en hoe de financiële markten reageren op het stopzetten van het opkoopprogramma. Per saldo opereert de ECB zeer voorzichtig, zeker nu de economie afkoelt in de eurozone. De verschillen tussen landen in de eurozone maken het lastig voor de ECB om een uniform beleid te voeren. De economische sterkere en financieel gezondere landen zouden gebaat zijn bij een krappere monetair beleid. Dit geldt echter niet voor de zwakkere landen met Italië als boegbeeld. De economische stagnatie in Italië gecombineerd met de gestegen Italiaanse renteniveaus is een giftige cocktail voor de langetermijnhoudbaarheid van de staatsschuld. Een andere onzekere factor is wie de opvolger van de huidige ECB-voorzitter Mario Draghi wordt. De termijn van de Italiaan loopt eind oktober 2019 af. Er zijn diverse kanshebbers, want vooralsnog tekent zich nog geen gedoodverfde winnaar af.

FIGUUR 8 OMVANG CENTRALEBANKBALANS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Stippellijn is verwachting 2019

Handelsconflict sleept zich voort

Het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China sleept zich voort, al zijn er voorzichtige signalen van toenadering. President Trump wil eind november tijdens de G20-top in Argentinië een handelsakkoord met China sluiten. De toenadering komt na een constructief gesprek tussen Trump en zijn Chinese tegenhanger Xi. Mocht er geen akkoord gesloten worden, dan ligt verdere escalatie voor de hand. Afgelopen september stelde de Verenigde Staten een 10%-tarief in op \$200 miljard aan Chinese importen. Zonder akkoord zal dit tarief in januari vrijwel zeker verhoogd worden naar 25%. Trump heeft ook gedreigd alle Chinese importen te gaan belasten. Daarnaast blijft de Verenigde Staten China ervan beschuldigen intellectueel eigendom te stelen en het patentrecht te schenden. Het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China zal dus ook in 2019 nog op de agenda staan. Maar we gaan ervan uit dat het conflict niet volledig escaleert. Positief is dat het conflict met de buurlanden Mexico en Canada opgelost is na het afsluiten van een nieuw handelsakkoord.

Italië blijft zorgenkind

Italië ligt op ramkoers met de Europese Commissie over de Italiaanse overheidsbegroting. Nu de Italiaanse economische groei stagneert, worden de problemen nijpender. Voor de EU is de lage groei het bewijs dat de Italiaanse begrotingstekorten onhoudbaar zijn. De Italiaanse regering ziet in de lage groei juist het bewijs dat fiscale en budgettaire stimulanzen noodzakelijk zijn om de groei aan te zwengelen. Vooralsnog lijkt Italië geen water bij de wijn te willen doen. De Italiaanse rentes zullen naar verwachting volatiel blijven. Zeker wanneer de ECB stopt met het opkoopprogramma. Italië zal dan ook in 2019 een zorgenkind blijven.

Brexit komt eraan

Eén van de belangrijkste gebeurtenissen in 2019 zal het uittreden van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie (EU) zijn. De definitieve brexit vindt plaats op 29 maart 2019. Momenteel heerst nog veel onzekerheid. Er ligt een brexit-voorstel, maar op het moment van schrijven is het nog hoogst onzeker of dit plan goedgekeurd wordt in het Britse parlement. Het huidige voorstel komt overeen met een *soft brexit*. Indien een brexit-akkoord overeengekomen wordt, zal een transitieperiode van 21 maanden ingaan, waarin onderhandeld wordt over de toekomstige relatie met de EU. De bestaande EU-regels blijven in deze periode gelden voor het Verenigd Koninkrijk. Deze transitieperiode kan vervolgens verder opgerekt worden. Maar de politieke verdeeldheid in het Verenigd Koninkrijk is groot. Recent zijn opnieuw enkele ministers opgestapt uit onvrede met het plan. Daarnaast is de positie van premier May wankel. Het risico van een harde brexit is dus nog niet geweken.

Beperkte rendementen en hoge volatiliteit

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn beperkt, zoals uit figuur 6 blijkt. Hetzelfde geldt voor 2019. De laatcyclische economische fase gecombineerd met de normalisatie van het monetaire beleid leidt tot een volatielere beleggingsomgeving. De renteniveaus in de eurozone zijn gemiddeld genomen laag, waardoor de verwachte rendementen voor de meeste vastrentende categorieën beperkt zijn. Zeker nu de normalisatie van het ECB-beleid dichterbij komt, hetgeen kan leiden tot opwaartse druk op de renteniveaus. Aandelenmarkten ondervinden hinder van de afzwakkende economische groei en stijgende Amerikaanse rente. Daarnaast is de verwachting dat de winstgroei afneemt. De genoemde risico's zullen periodiek zorgen voor een oprisping van de volatiliteit. De laagrendementsomgeving waar de afgelopen jaren voor gewaarschuwd is, is aangebroken. Sommige categorieën zijn nu wel aantrekkelijker gewaardeerd, waardoor het verwachte rendement beperkt hoger is dan vorig jaar.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in november 2018. Dit team bestaat uit:

Wim Barentsen, Chief Strategist
Alex van den Berg, RBA, Senior Investment Strategist
Maurice Geraets, CFA, Senior Investment Strategist
Coen van de Laar, RBA, Senior Investment Strategist
Reinout van Tuyl van Serooskerken, CFA, CAIA, Senior Investment Strategist

Meer weten? Neem dan contact op met uw account CIO of business development director:
Mark Bakker T. 06 101 851 94 / Jeroen Van Rumund T. 06 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.